

拜登 2 万亿基建刺激方案对资本市场影响几何？

投资要点

分析师：徐驰

执业证书编号：S0740519080003

Email: xuchi@r.qlzq.com.cn

分析师：张文宇

执业证书编号：S0740520120003

Email: zhangwy@r.qlzq.com.cn

相关报告

■ 1、为何说未来 2 年拜登基建计划不断推进具有必然性？

历史维度：“一党独大”历史时期下，财政货币化与“再通胀”均被激活。2020 年 11 月 4 日美国民主党赢下美国总统选举和众议院选举，今年 1 月 6 日民主党又赢下参议院选举，民主党在美国实现了所谓的“一党独大”。我们统计了过去 100 年，所有这种美国“一党独大”时期资产价格表现，我们发现，所有上述时期，全球资产价格无一例外呈现“再通胀”特点：美国经济、通胀温和上升，美股震荡上行。这其中，三类资产价格表现尤其引人注目：原油、美国国债利率大幅上行，美元指数温和回升。其原因在于美国实现“一党独大”后，行政效率提升，达利奥所言的所谓“第三种货币政策”（MP3）：财政货币化，即美联储扩表后资金直接进入实体经济的通路被激活，“一党独大”时期，民主党往往不断推动基建刺激计划，共和党往往不断推动企业减税。

长期经济增长维度：基建是美国经济长期增长最显著“短板”。美国基建的年久失修已成为美国经济最显著的“短板”，2019 年美国土木工程师协会（ASCE）曾测算，至 2025 年美国需要花费至少 4.5 万亿美元来改善全国的道路、桥梁、水坝、机场、学校等设施状况。而因为道路陈旧，造成的交通堵塞，一年给美国至少带来了 870 亿美元的损失，每一个美国人每年因为基础设施的不完善，可支配收入减少 3400 美元。

美国“政治钟摆中间化”：拜登的高支持率降低了刺激计划推出阻力。当前拜登支持率高达 60%。其中，一方面，来自于其上任以来，对美国疫情防控较为有效的防控：与特朗普离任前美国的前 10 天的新发病例日均 22 万相比，经过不到 2 个月的努力，当前美国新增疫情人数已不足 6 万，下降 72%以上。另一方面，美国“政治钟摆向中间回归”也为拜登这种经验相对丰富的温和建制派政客提供了施展空间。

■ 2、拜登基建计划在今年落地过程或将“困难重重”

从参议院法案通过流程上看，通过“51: 50”的简单多数绕开参议院议事阻碍的“调和程序”在今年已经用完，最早需要等今年 10 月，也就是新的财年开始才能重启。基建刺激计划年内得以通过的难度或也将远远大于此前 1.9 万亿美元的财政纾困方案。与此同时，“调和程序”额度的用完及民主党中间派议员的模糊态度，使得拜登大基建计划今年内落地过程将困难重重，年内或更多的以讲话、表态、等形式维持市场和舆论的热度，借以加大两党协调为主。

■ 3、拜登基建及加税计划的经济具有正向作用，输入性通胀可控

就其对经济的影响程度而言，我们测算，拜登 2 万亿美元基建将在未来 8 年，每年直接拉动美国 GDP 1.88%左右。如果考虑到当前美国制造业较低的库存和高位的产能利用率，可能带来的中期制造业补库存和产能扩张的“乘数效应”以及对美国长期增长中两项关键“短板”——中低收入阶层消费能力和基建年久失修的改善，使得我们认为，其对美国经济和美股整体盈利的改善将远远大于附带加税计划的拖累作用。与此同时，考虑到我国与美国产业的互补性，拜登基建计划对于我国本轮经济

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

的核心动能—出口与制造业投资亦将有促进作用。

■ 4、投资建议

就我国资本市场而言，由于拜登基建计划并不会造成市场担心的美元、美债和全球资本市场的系统性风险，反而在一定程度上，对于我国本轮经济的核心动能—出口与制造业投资有所助益。且去年以来，我国通过增加原油战略储备等形式，对市场担忧的输入性通胀等亦做了提前防范。故至少在今年，拜登基建计划等海外因素对我国资本市场影响较为有限，国内投资者更应将重心放在我国经济核心动能等内生因素上。因此，当前位置我们仍坚定看好 A 股整体，特别是在二季度的投资机会。

就结构而言，拜登基建计划下美债收益率上行或对国内市场部分估值高位的外资和机构“抱团股”产生一定冲击，而 DCF 估值体系向 PE-EPS 估值体系的变迁，使得景气度向上的低估值蓝筹或错杀的科技股或迎来机会。但这种风格上的变化更多的还是行业间自身“估值-盈利性价比”变化后的自然结果，无论是美债收益率上行亦或是拜登基建计划仅仅只是这一自然过程的“导火线”。

风险提示：国内经济超预期下行，全球黑天鹅事件突发风险。

内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
一、为何说未来 2 年拜登基建计划不断推进具有必然性？	- 5 -
1.1 历史维度：“一党独大”历史时期下，财政货币化与“再通胀”均被激活	- 5 -
1.2 长期经济增长维度：基建是美国经济长期增长最显著“短板”	- 8 -
1.3 美国“政治钟摆中间化”：拜登的高支持率降低了刺激计划推出阻力	- 10 -
二、拜登基建计划在今年落地过程或将“困难重重”	- 12 -
三、拜登基建及加税计划的经济具有正向作用，输入性通胀可控	- 14 -
3.1 拜登基建计划对美国经济具有正向拉动作用	- 14 -
3.2 拜登基建计划的副作用：加税对美国经济和美股盈利的影响有限	- 15 -
3.3 拜登基建计划聚焦于：传统基建升级、制造业振兴	- 16 -
3.5 拜登基建计划对中国经济的影响可控	- 17 -
三、投资建议	- 18 -
风险提示：	- 19 -

图表目录

图表 1: 美国总统内阁任期处于一党独大区间美股或更容易产生更为明显的涨幅	- 5 -
图表 2: 美国历史上“一党独大”区间原油价格多为持续上升态势	- 5 -
图表 3: 美国历史上“一党独大”区间美元温和回升态势	- 6 -
图表 4: 美国历史上历届民主党“一党独大”时期往往主张推出新的基建及财政刺激计划	- 7 -
图表 5: 美国任期总统主张推出新的基建刺激计划时期经济出现复苏迹象(1970 年代滞胀时期除外)	- 8 -
图表 6: 1980 年代后美国基建投资规模增速开始逐步下行趋势	- 9 -
图表 7: 基于当前趋势美国 2020-2029 各基建系统的累积投资需求	- 9 -
图表 8: 拜登就任后伴随对疫情防控的加强美国日均新增确诊病例大幅下滑	- 10 -
图表 9: 2020 年大选中这种身份色彩有明显退色痕迹, 共和党在有色族裔的支持率大幅增加	- 11 -
图表 10: 本轮全球“再通胀交易”取代去年疫情以来的“美元贬值交易”	- 12 -
图表 11: 《国会预算法》下“调和程序”的流程: 只需获得参议院简单多数的支持就可通过	- 13 -
图表 12: 美国、中国产能利用率水平维持 75%左右水平	- 15 -
图表 13: 拜登推出的 2 万亿基建项目具体投入领域梳理	- 16 -
图表 14: 过去百年“一党独大”时期: 美国核心通胀水平大部分时间仍在可控区间	- 17 -

一、为何说未来 2 年拜登基建计划不断推进具有必然性？

1.1 历史维度：“一党独大”历史时期下，财政货币化与“再通胀”均被激活

去年 11 月 4 日美国民主党赢下美国总统选举和众议院选举，今年 1 月 6 日民主党又赢下参议院选举，同时，共和党的共识因特朗普的“国会闹剧”分崩离析，民主党在美国实现了所谓的“一党独大”。我们统计了过去 100 年，所有这种美国“一党独大”时期资产价格表现，包括：1933-1945 罗斯福内阁的任期、1977-1981 年卡特内阁的任期、2009-2011 奥巴马第一任期、2017-2019 年特朗普中期选举前等。

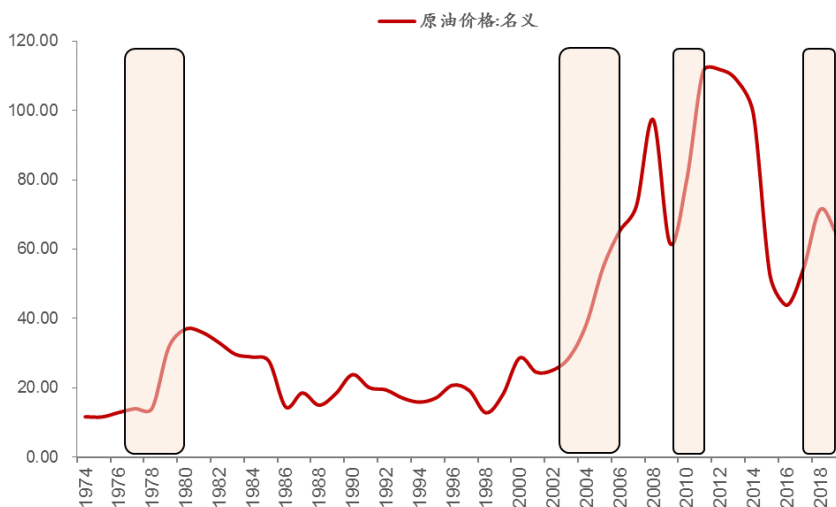
我们发现，所有上述时期，全球资产价格无一例外呈现“再通胀”特点：美国经济、通胀温和上升，美股震荡上行。这其中，三类资产价格表现尤其引人注目：原油、美国国债利率大幅上行，美元指数温和回升。

图表 1：美国总统内阁任期处于一党独大区间美股或更容易产生更为明显的涨幅

时间	任期总统	参议院	众议院	道指区间最大涨幅
1963年11月22日 - 1969年1月20日	林登·B·约翰逊(D)	D	D	31.25%
1969年1月20日 - 1974年8月9日	理查德·尼克松(R)	D	D	7.82%
2001年1月20日 - 2003年1月3日	乔治·沃克·布什(R)	R	D	0.23%
2003年1月3日 - 2007年1月3日	乔治·沃克·布什(R)	R	R	54.75%
2009年1月20日 - 2011年1月3日	贝拉克·奥巴马(D)	D	D	44.70%
2015年1月3日 - 2017年1月20日	贝拉克·奥巴马(D)	R	R	15.13%
2017年1月20日 - 2019年1月3日	唐纳德·特朗普(R)	R	R	33.20%

来源：Wind，中泰证券研究所

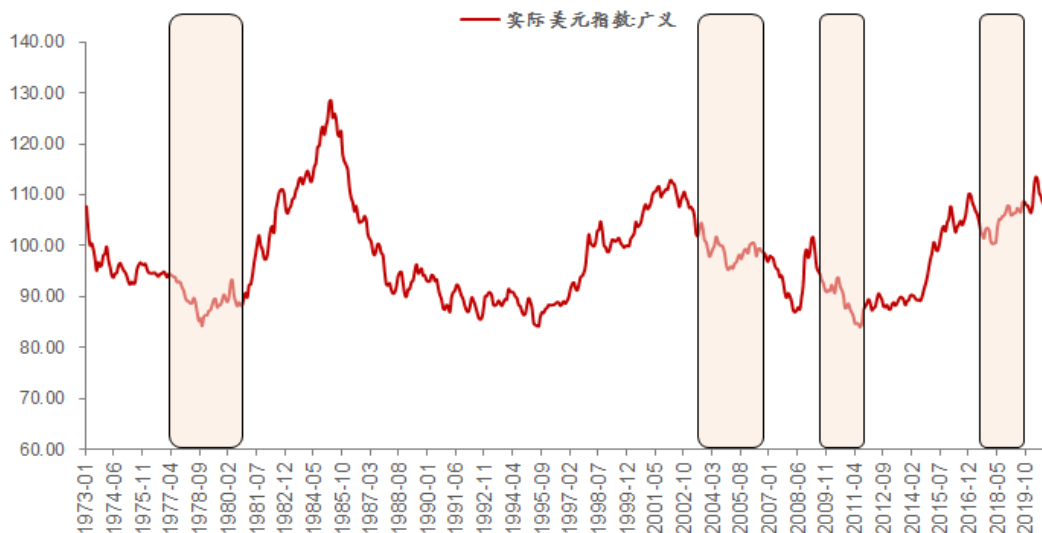
图表 2：美国历史上“一党独大”区间原油价格多为持续上升态势



来源：Wind，中泰证券研究所

其原因在于美国实现“一党独大”后，行政效率提升，达利奥所言的所谓“第三种货币政策”（MP3）：财政货币化，即美联储扩表后资金直接进入实体经济的通路被激活，“一党独大”时期，民主党往往不断推动基建刺激计划，共和党往往不断推动企业减税。这或将不断强化美国经济短期复苏预期及长期自然增长率回升，故原油、利率上行，而经济复苏与利率上行下，美股整体风险不大，仍呈震荡上行态势。

图表 3：美国历史上“一党独大”区间美元温和回升态势



来源：Wind，中泰证券研究所

从理论上讲，这种货币财政化的潜在制约项主要在于汇率与通胀。就汇率而言，与国内市场普遍认为的美联储这种扩表以及财政计划高企的债务将带来美元指数快速贬值，并使得美联储面临“保美元”还是“保美股”的窘境，以致产生系统性风险所不同。

从历史上看，美联储扩表是否导致美元贬值的关键在于：扩表后产生的流动性是仅在资本市场推升泡沫（如：2020 年疫情后特朗普时期的扩表），还是能够进入实体经济。若扩表后产生的资金能够进入实体经济，则尽管一方面，扩表将给美元带来贬值压力，但另一方面，经济复苏的前景又将为美元指数带来支撑。两种力量相互抵消后的结果，往往是美元指数温和小幅升值。这种美元指数的稳定意味着通胀将成为货币财政化的唯一限制条件。换言之，财政计划和扩表将不断推进直到达到实体经济的修复和通胀达到政策目标值（如：核心通胀 2%以上）为止。这是这种“一党独大”时期财政货币化与“再通胀”交易的根本逻辑所在。

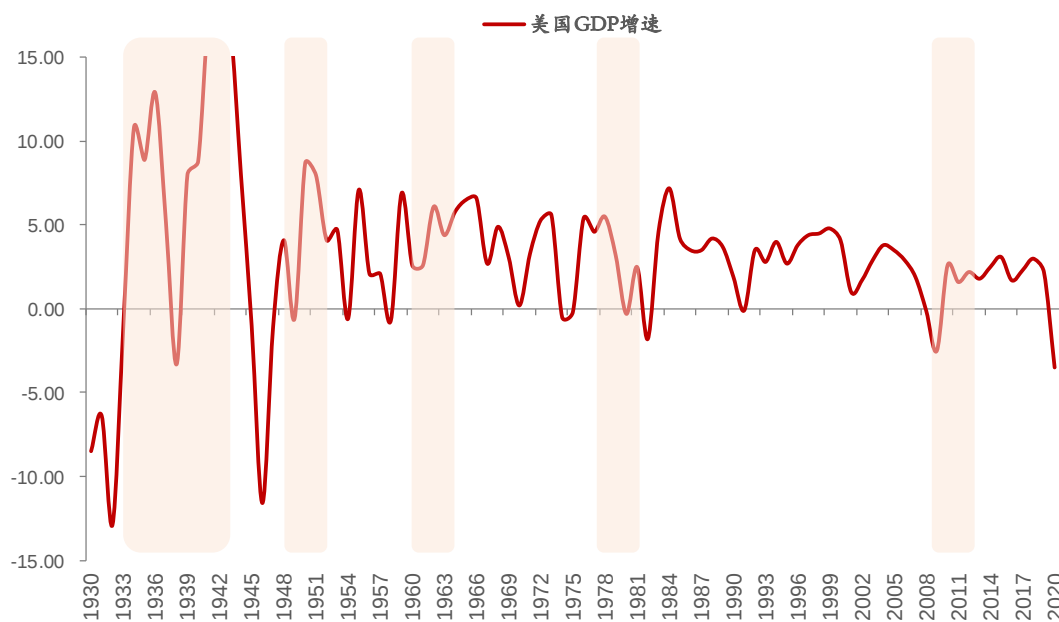
图表 4：美国历史上历届民主党“一党独大”时期往往主张推出新的基建及财政刺激计划

总统内阁	在任期间关于基建刺激的主要措施
罗斯福	第一任期
	1. 成立公共工程管理局（PWA）：PWA于1933年成立，它建造了大型公共工程，例如水坝，桥梁，医院和学校。它的目标是在第一年花费33亿美元，总共花费60亿美元，以提供就业，稳定购买力并帮助经济复苏。
	2. 成立田纳西河谷管理局（TVA）：罗斯福总统于1933年5月18日签署了《田纳西河谷管理局法》，使TVA成为一家联邦公司，以监督水坝的建设，以控制洪水，改善航海并在田纳西河谷盆地中创造廉价的电力。
罗斯福	3. 工作进展管理局（WPA）：1935年成立的大型公共工程建设机构，1935年的优先项目是改善基础设施，包括道路，农村电力供应，节水，卫生和防洪，1936年着重公共设施，如公园和相关设施，公共建筑，公用事业，机场和交通项目。
	第二任期
罗斯福	罗斯福要求国会批准50亿美元的WPA纾困和公共工程计划。这些措施的出台最终在1938年之前创造了高达330万个WPA工作。
	1. 1949年1月5日发表国情咨文，提出的包括公共住房计划、提高最低工资和扩大社会保障等一系列目标，在1950年国会会期结束时这三个目标得以实现，并提出国家医疗保险，扩展社会保障，联邦住房计划。
杜鲁门	2. 1952年6月25日签署了该《联邦援助高速公路法》批准在1954财年和1955财年每年为主要和辅助系统提供5.5亿美元，包括美洲高速公路和每年为州际系统提供的2500万美元的象征性资金
肯尼迪	1. 《清洁空气法》（1963年）扩大了联邦政府在预防和控制空气污染方面的权力，将水污染预防计划增加了一倍，并向地方提供了更多的援助，以抗击水污染
	2. 《社区卫生服务和设施法》（1961年）增加了可用于养老院建设的资金，并将研究和示范拨款计划扩展到其他医疗机构。
卡特	1. 1977年建立城市与区域建设小组（URPG），1978年的城市政策报告(Hayes and Puryear 1980)：将重点主要放在了陷入困境的中心城市的问题上，它建议改变有利于城市的资源分配，但是建议总体上不大幅增加联邦支出
奥巴马	1. 2010年9月6日宣布投资500亿美元建设基础设施，进一步刺激疲软的美国经济。未来六年对公路、机场和铁路进行升级，他还提到修理150英里的跑道以及建设下一代空中交通管理系统
	2. 2013年的国情咨文中，他宣布了一项由三部分组成的计划，鼓励私人投资在美国的基础设施，将使美国的道路、桥梁和港口安全，给美国的企业和工人的工具成功地在全球经济中竞争，并创造成千上万的全国城镇急需的就业机会（三步计划：“先修后补”，“重建美国伙伴关系”，减少繁文缛节）
	3. 《复兴法案》成为新政以来最重要的交通公共工程项目，为美国1.5万多个项目提供了480亿美元的《复兴法案》资金。

来源：CNN，中泰证券研究所

如：罗斯福在任期间（1933-45年）成立公共管理局建造包括桥梁、水坝及机场等大型公共工程，完善了当时美国基础设施的建设；杜鲁门在1949年主张的包括公共住房计划、提高最低工资和扩大社会保障等一系列目标，提出为高速公路拨款等计划；肯尼迪1963年主张与可用于养老院建设的资金，并将研究和示范拨款计划扩展到其他医疗机构；奥巴马2010年宣布投资500亿美元建设基础设施，进一步刺激疲软的美国经济，主张为期六年对公路、机场和铁路进行升级。从美国GDP增速来看，除美国经济深陷滞胀泥潭外，伴随上述内阁推出基建刺激计划后季度经济增速都呈现出持续2-3个季度的抬升。

图表 5：美国任期总统主张推出新的基建刺激计划时期经济出现复苏迹象（1970 年代滞胀时期除外）



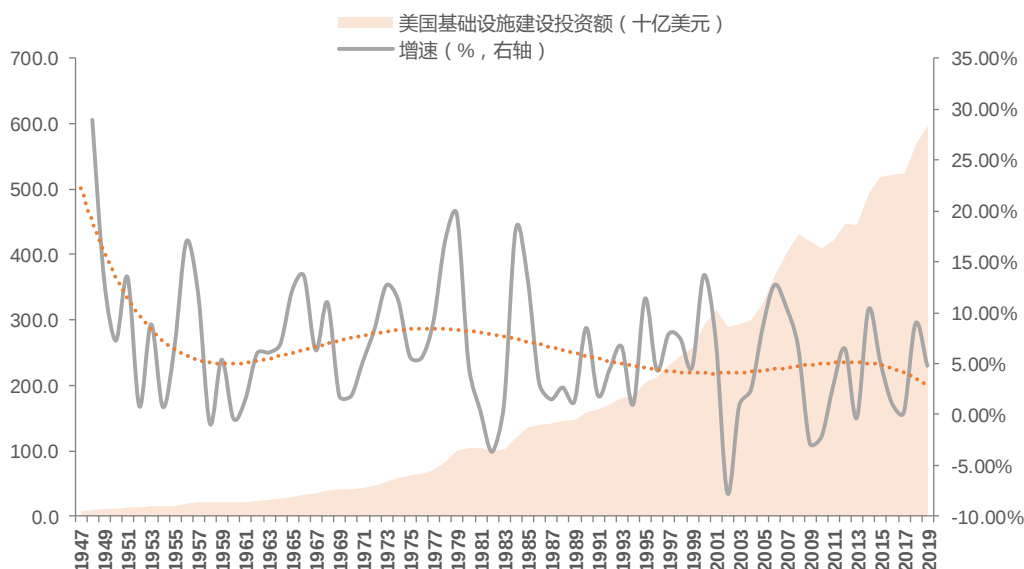
来源：Wind，中泰证券研究所

故从这个意义上看，至少在 22 年下半年国会中期选举前，这种“一党独大”下的历史规律或决定了拜登政府将不断推出新的基建及财政计划。

1.2 长期经济增长维度：基建是美国经济长期增长最显著“短板”

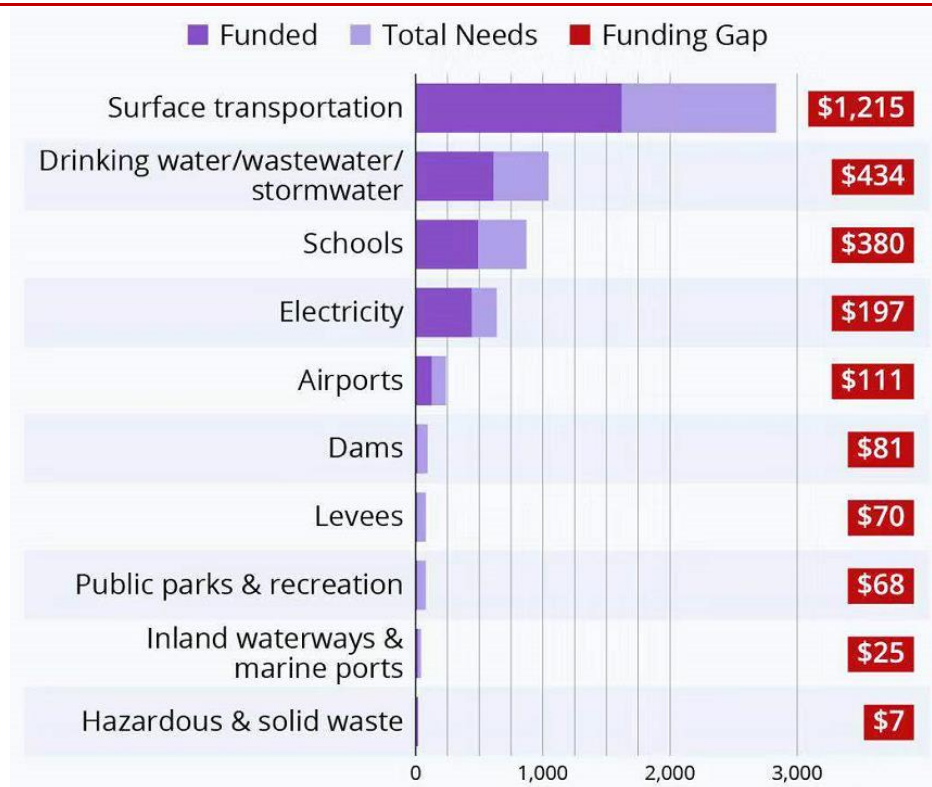
美国基建的年久失修已成为美国经济最显著的“短板”，2019 年美国土木工程师协会（ASCE）曾测算，至 2025 年美国需要花费至少 4.5 万亿美元来改善全国的道路、桥梁、水坝、机场、学校等设施状况。而因为道路陈旧，造成的交通堵塞，一年给美国至少带来了 870 亿美元的损失，每一个美国人每年因为基础设施的不完善，可支配收入减少 3400 美元。

图表 6: 1980 年代后美国基建投资规模增速开始逐步下行趋势



来源: BEA, 中泰证券研究所

图表 7: 基于当前趋势美国 2020-2029 各基建系统的累积投资需求



来源: ASCE, 中泰证券研究所

2020 年年初发生的德州大雪,致使半数德州人面临停水断电更是反应了美国基建“补短板”已迫在眉睫:根据美国能源部的统计显示,美国 70% 的输电线路和变压器运行年限超过了 25 年,60% 的断路器运行年限超过了 30 年,三分之一的桥梁已经超过 50 岁。尽管美国基建的缺失显而

易见，两党政客，如：奥巴马、特朗普等，亦不断表示重建基建的决心。然而，受制于美国“三权分立”下的党争，特别是 2008 年以来，两党越来越极端化后，甚至“为反对而反对”的分裂。过去十余年来，所有的基建计划均最终“难产”。

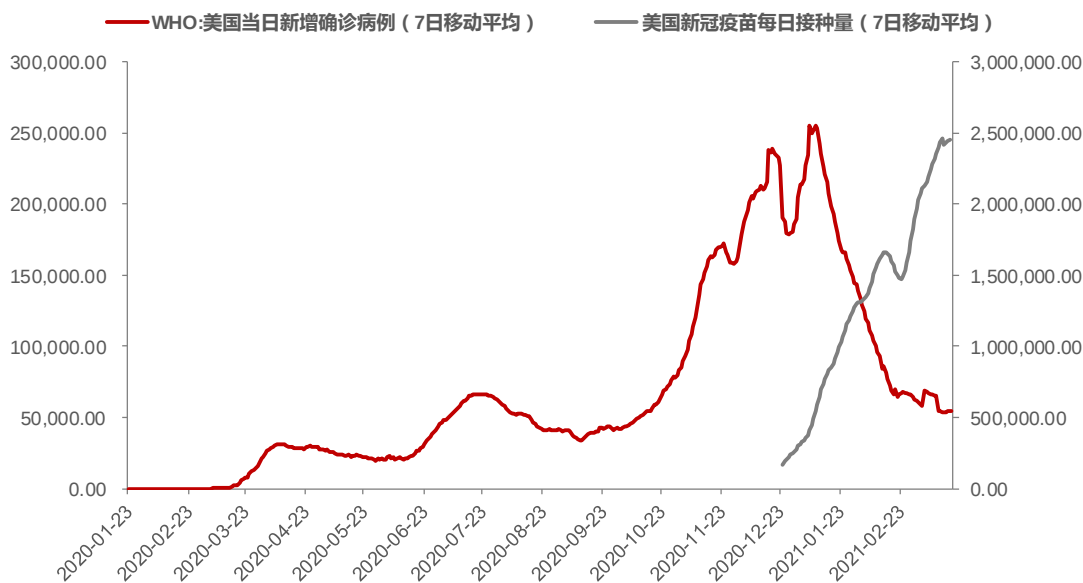
那么这次拜登的基建计划又会有什么不一样的地方呢？

1.3 美国“政治钟摆中间化”：拜登的高支持率降低了刺激计划推出阻力

1) 疫情防控及美国“政治钟摆中间化”使得拜登获得了高支持率

与大选前国内舆论普遍对拜登看衰恰恰相反，当前拜登支持率高达 60%。其中，一方面，来自于其上任以来，对美国疫情防控较为有效的防控：与特朗普离任前美国的前 10 天的新发病例日均 22 万相比，经过不到 2 个月的努力，当前美国新增疫情人数已不足 6 万，下降 72% 以上。特别是，拜登推行的 5 月 1 日前疫苗全民接种计划下，根据 COVID 追踪项目的数据，与疫苗效力相关性最大的美国老人住院率自 1 月以来大幅下降 80% 以上，按照这一趋势，几周后或将下降到去年美国疫情 3 月开始时的比例。这种有效的疫情防控，与去年特朗普政府的不作为形成鲜明对比，是拜登支持率上升的一个重要原因。

图表 8：拜登就任后伴随对疫情防控的加强美国日均新增确诊病例大幅下滑



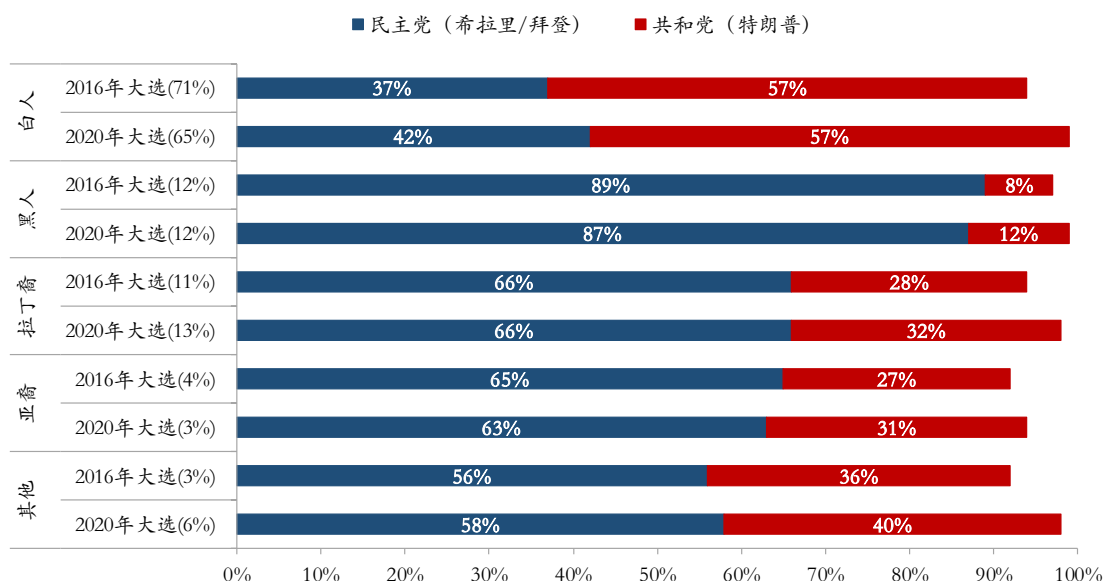
来源：CNN，中泰证券研究所

除了疫情防疫外，拜登目前较高的支持率及上任后政策行政效率相对超预期的根本原因或在于：美国“政治钟摆”出现了新的变化。如果说 2008 年以来，以奥巴马、特朗普、民主党激进派为代表的势力使得美国“政治钟摆”的不断摇摆，这种身份政治的横行极大的撕裂了美国社会。而从 2020 年美国大选看，美国政治光谱出现一定的回归“中间派”“建制

派”，淡化身份政治的倾向，比如：

传统上支持共和党的为受教育程度较低的老龄白人，支持民主党的为受教育程度较高的年轻人及有色族裔，2020 年大选中这种身份色彩有明显退色痕迹，共和党在有色族裔的支持率大幅增加：2016 年，仅有 8% 的黑人支持特朗普，而今年选举中增加到 12%；拉丁裔对共和党的支持率由 2016 年的 28%，增加到 32%。民主党尽管在有色族裔中支持率下降，却在白人中支持率明显上升：白人整体对民主党的支持率从 16 年的 37% 上升至今年的 45%。

图表 9：2020 年大选中这种身份色彩有明显退色痕迹，共和党在有色族裔的支持率大幅增加



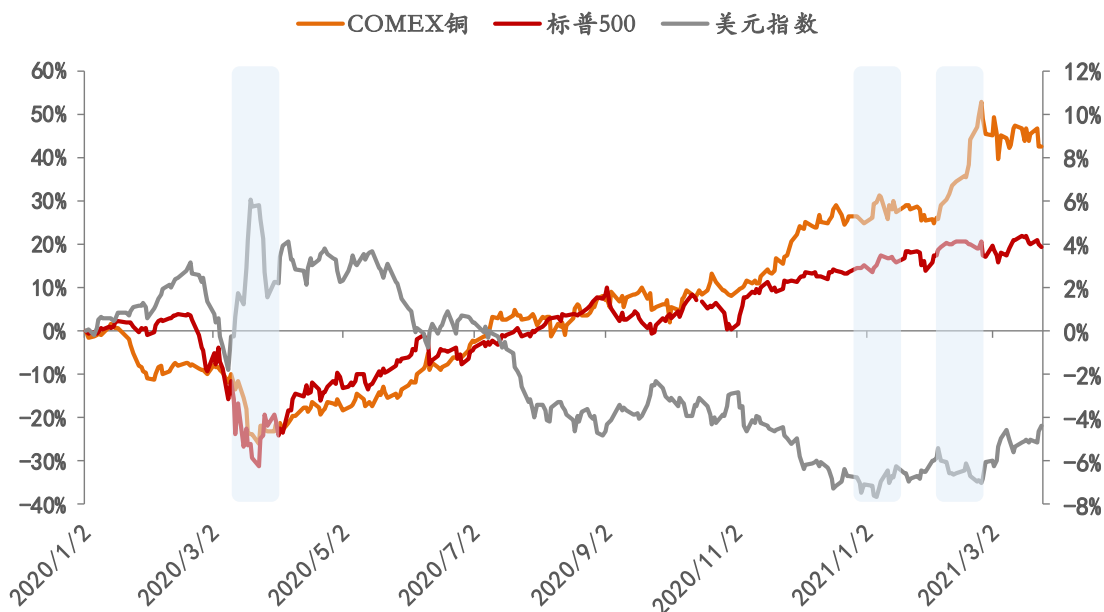
来源：CNN，中泰证券研究所

美国“政治钟摆向中间回归”也为拜登这种经验相对丰富的温和建制派政客提供了施展空间。在相对较高的支持率下，拜登近期恢复了罗斯福时代的“炉边谈话”，并反复强调“美国基建已大幅落后中国，开启基建投资具有紧迫性”。除此之外，拜登内阁中的其他重要成员，近期亦不断强调大基建计划，如：美国交通部长布蒂吉格将推动基建称为“世代的机遇”，说如果错失这样的机会，美国国内种族及经济不平等状况可能加剧；财政部长耶伦亦表示基建计划将持续数年时间。

3) 特朗普与共和党建制派的决裂进一步强化了拜登的优势

从全球资产价格表现上看，本轮全球“再通胀交易”（即：商品、美股、美元、美债收益率同涨）取代去年疫情以来的“美元贬值交易”（即：商品、美股的上涨要以美元贬值为代价，反之亦然）的起始时间是：今年 1 月 6 日、1 月 7 日，在此之前，即便去年 11 月，美国阿斯利康疫苗取得重大突破、拜登赢下总统选举都未能改变全球资产价格“美元贬值交易”的逻辑。

图表 10：本轮全球“再通胀交易”取代去年疫情以来的“美元贬值交易”



来源：Wind, 中泰证券研究所

我们认为，这种资本市场的风格切换并非偶然：特朗普煽动支持者冲击国会平息后，引发共和党内部分歧的加大是被市场极易忽视的重要拐点事件。

共和党内部分歧加大将带来两大影响：

- 一方面，在美国两党制，特别是当前年轻选民中民主党优势越来越大的情况下，共和党建制派的出走至少可以分掉 20% 的共和党选票，这 20% 的人只要有一半投给民主党，则后续民主党优势将显著扩大；
- 另一方面，就美国的行政效率而言，美国这么多年之所以一事无成，就在于两党扯皮，唯有这个平衡打破了，美国才能集中力量办大事，重回罗斯福时代。特朗普的激进行为使得原本拜登需要平衡的两大势力——共和党建制派和民主党桑德斯激进派，不得不围绕特朗普这个共同的敌人，搁置分歧，客观上稳定了拜登的地位。

这或使得拜登竞选中所强调的罗斯福的进步主义和强有力的联邦政府将迅速回归，相应地，包括：美国大基建计划在内的，美国经济长期增长所亟需的措施得以实施的可能性大为增加。

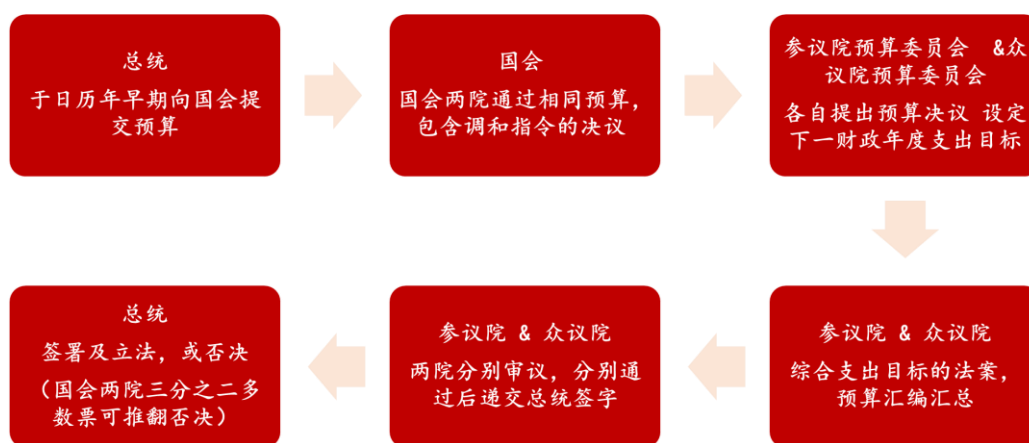
二、拜登基建计划在今年落地过程或将“困难重重”

在看到未来 2-4 年，拜登政府大基建计划推进具有某种程度必然性的同时，我们也要强调拜登基建计划在年内的落地过程或将较为曲折，投资者对此应有充分准备：

首先，从参议院法案通过流程上看，通过“51: 50”的简单多数绕开参议院议事阻碍的“调和程序”在今年已经用完，最早需要等今年10月，也就是新的财年开始才能重启。目前参议员的由50为民主党及50为共和党构成，民主党并不具备60票的优势，1.9万亿美元的财政刺激法案的推出受到了参议院共和党反对，民主党随即启动了“调和程序”绕开“议事阻碍”助推刺激法案的顺利落地。

一般来讲，美国大多数法案在两院投票中是按“简单多数”的原则来通过。但由于美国参议院对讨论议题没有时间限制，因此少数党议员通过阻挠议事（filibuster）这一美国参议院一项特殊的议事规则，阻止正在审议的议案或人事提名交付表决。就当前参议院的党派结构来看，民主党和共和党现在在参议院是50票对50票，但因为有副总统哈里斯的一票，民主党成为多数党，但若共和党全面否定则很难达到60票让法案顺利通过。

图表 11: 《国会预算法》下“调和程序”的流程: 只需获得参议院简单多数的支持就可通过



来源: WIKI, 中泰证券研究所

“调和程序”作为立法者的工具被写入1974年《国会预算法》，但直到1980年才使用。其可以作为绕过参议院阻挠议事（Filibuster）的特殊程序，此程序规定参议院在20小时之内完成讨论付诸表决并且以简单多数（Simple Majority）的形式（即51票通过制）进行投票。采用和解程序通过的法案包括1985年综合预算和解法案、1996年个人责任和工作机会法案、2001年经济增长和税收减免和解法案、2010年医疗和教育和解法案，《2017年减税和就业法案》和3月的1.92万亿刺激法案。《国会预算法》规定参议院每年可以通过一项关于支出、收入和联邦债务限额的和解法案。2021年的预算调和程序已经用完，最早需要等美国新的财年（2021年10月）开始才能重启。

再次，即便今年10月后，民主党可以重启简单多数通过“调和程序”，

基建刺激计划年内得以通过的难度或也将远远大于此前 1.9 万亿美元的财政纾困方案：由于当前参议院民主党对共和党的优势只有微弱的 1 票，这意味着，一旦哪怕 1-2 位立场“中间派”的民主党参议员“倒戈”，则计划将被迫搁浅。事实上，此前 1.9 万亿美元的财政刺激方案之在参议院表决中最困难的地方则是说服：西弗吉尼亚的民主党参议员 Manchin 等支持——其政治崛起之地乃是来自于传统的红州，使其在政治上不得不于某些时候向共和党靠拢，也正是因为 Manchin，纾困法案才在失业津贴额度等方面做了诸多妥协。

值得注意的是，在 1.9 万亿财政纾困法案表决时，以 Manchin 为代表的民主党中间派已明确表示“在后续财政计划表决将和共和党立场保持一致”，也使得即便使用简单多数的“调和程序”，后续基建计划的落地过程将显著难于此前

三、拜登基建及加税计划的经济具有正向作用，输入性通胀可控

3.1 拜登基建计划对美国经济具有正向拉动作用

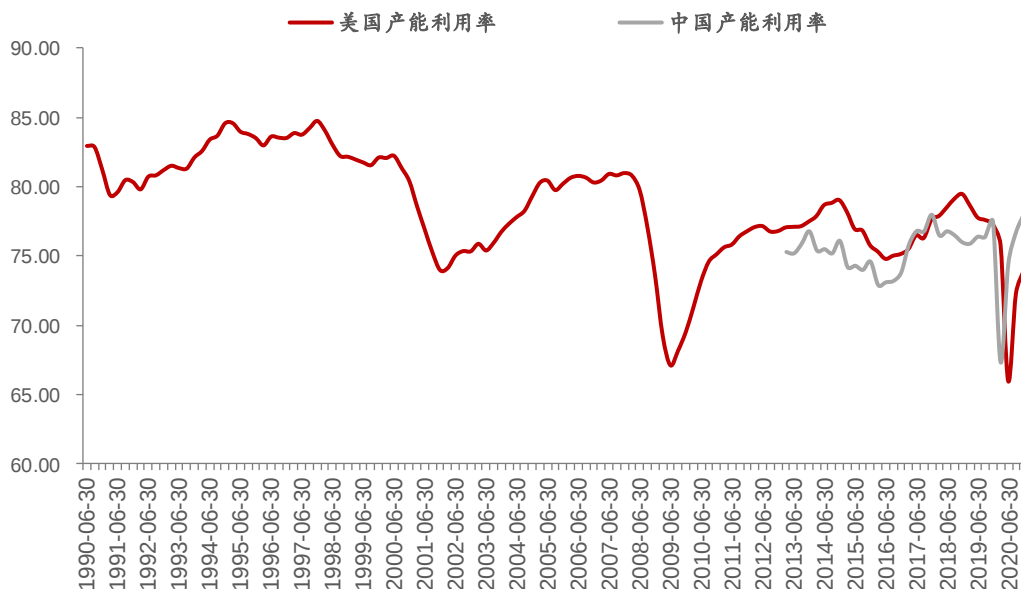
从总量上看，2.3 万亿美元的基建刺激有包含 1.76 万亿是对基建的改善与升级，根据美国国会预算办公室分析的产出乘数 1.8 为测算依据，未来 8 年每年对 GDP 的额外产出贡献约为 3957 亿美元左右，以 2019 年 GDP 为基础测算，约刺激 GDP 的 1.88% 左右。此外，北京时间 3 月 26 日凌晨，美国总统拜登召开上任以来首场总统新闻发布会，称将推动美国国内科技和技术领域的投资回升到 GDP 的 2%。美国在科技研发领域的投资已经落后，需要在科学、技术、医药、计算机等领域作出更多“真正的投资”。

除了基建计划本身对 GDP 直接拉动作用外，我们更应关注拜登基建计划对美国及全球经济的乘数效应，考虑到上文，提到的美国疫苗与疫情防控速度的超预期以及已经通过的 1.9 万亿财政纾困计划对于居民资产负债表修复，美国经济今年本身复苏速度或将较为强劲，高盛此前对拜登最新通过的 1.9 万亿美元法案落地的节奏预测，美国 21-22 年 GDP 增速或将分别达到 7%、5.1%，这一水平是过去 30 年来的新高。

在这一情形下，考虑到自 08 年以来，全球主要制造业经历了十年左右的产能去化周期，

当前包括美国、中国在内的主要经济体产能利用率自 2017 年以来长期维持在 75-80% 的高位满负荷状态（甚至在 2020 年年中疫情严重期间亦是如此）。美国经济本身的强劲复苏叠加拜登基建计划的额外拉动，不排除美国乃至全球制造业迎来新的产能扩张周期。若如此，则拜登基建计划对于美国经济的拉动幅度和持续时间都将显著超过市场预期。

图表 12：美国、中国产能利用率水平维持 75% 左右水平



来源：Wind, 中泰证券研究所

3.2 拜登基建计划的副作用：加税对美国经济和美股盈利的影响有限

在看到拜登基建计划对经济的拉动效果之外，也要看到拜登基建计划的资金来源，除了一部分来自美联储扩表，即财政货币化外；相当大的一部分将来自于对富裕人群的加税，这种加税对美国经济和企业将带来什么样的影响呢？

首先，本次拜登为平衡基建计划巨大开支所附带的加税计划或包括：1）年收入超过 40 万美元的富人阶层的所得税税率将从 37% 小幅升至 39.6%，同时还将面临 12.4% 的社会保障工资税；2）从其竞选主张也曾表态，将公司税率由 21% 提高到 28%；要求对位于海外的美国公司的所有外国收入征收税率由 10.5% 提高到 21%；3）资本利得税：要求对位于海外的美国公司的所有外国收入征收税率由 10.5% 提高到 21%；年收入超过 100 万美元的家庭还需缴纳与个税同等水平的长期资本利得税。

对于相关税收对美国经济和企业的影 响，我们认为，与特朗普主张的税改计划相比，拜登主张年收入超过 40 万美元的富人阶层税率重回 39.6%，同时，企业税从特朗普主张的 21% 提高至 28%。根据宾夕法尼亚大学的分析，拜登的税务提案将在 10 年内增加约 3.4 万亿美元的税收，而增加的税收中会有 80% 将落在收入最高的 1% 的人身上，其中，通过将企业增税将在十个财政年度内给美国政府带来超过 1.4 万亿美元的额外收入。我们根据标普 500 企业真实发生的盈利规模为基础测算，特朗普减税计划对美股企业的盈利改善的提振达到 32.74%，而拜登的企业加税计划或会对影响企业盈利水平减少 12% 左右。

综上，若考虑拜登基建计划对于企业设备更新周期及产能周期的“乘数

效应”，则上述拉动作用还将有进一步上浮空间，与之相比，拜登加税计划对于美国经济和企业盈利影响约为 12%，且集中于消费倾向极低的年收入 40 万美元以上的富裕人群，故拜登基建计划对美国经济的正面提升远大于加税的负面效应，资本市场无需过分担心加税计划的负面影响

3.3 拜登基建计划聚焦于：传统基建升级、制造业振兴

更具体地看，参考拜登竞选纲领与相关议员表述，拜登基建计划或将主要包括如下细分：

1) 6710 亿美元用于交通基础建设。其中，6210 亿美元与交通相关的支出包括：1150 亿美元用于「现代化最需要维修的桥梁、公路、道路和主要街道」，200 亿美元用于改善所有用户的道路安全，850 亿美元用于改善现有公共交通和促进机构扩展其系统，800 亿美元用于支持 Amtrak 和其他铁路项目，1740 亿美元用于促进美国电动汽车行业，250 亿美元用于机场，200 亿美元用于新的计划以重新连接因过去的基础设施项目而中断的社区，以及 170 亿美元的资金用于增加内陆水道、港口和渡轮。此外，500 美元用于提高基础设施应急能力。

2) 投入 3310 亿美元用于改造宽带网络、水净化设施和电网升级。

3) 投入 3780 亿对学校、住房等生活基础设施进行改造。其中投资 2130 亿美元，对老旧小区进行翻新改造，此外还将为中低收入者建造 50 万套经济适用房；投资 1000 亿美元对学校进行绿色改造。

4) 投入 4000 亿美元进行护理设施以及社区服务改造，用于加强老年人和残障人士保障；

5) 投入 5800 亿美元加大投资研发，重塑振兴美国制造业及人才发展。

图表 13：拜登推出的 2 万亿基建项目具体投入领域梳理

基建大类项目	分项	分项规模 (亿美元)	大项规模 (亿美元)
建立世界一流的交通基础设施 (修缮高速公路, 重建桥梁, 升级港口、机场、交通系统等)	改善交通基础设施	6,210	6,710
	提高基础设施应急能力	500	
重建干净的饮水基础设施、更新的电网以及高速的宽带	确保所有社区都能获得清洁安全的饮用水	1,110	3,110
	振兴数字基础设施	1,000	
	重塑电力基础设施	1,000	
升级改造房屋、学校、退伍军人医院、联邦建筑等	建造、维护和翻新超过200万套住房和商业建筑	2,130	3,780
	对学校和早教设施进行现代化改造	1,370	
	升级退伍军人医院和联邦大楼	280	
巩固护理经济的基础设施	为家庭护理人员创造就业机会, 提高工资和福利	4,000	4,000
研发投资、振兴制造业、人才培养	投资研发和新技术	1,800	5,800
	重塑和振兴美国制造业和小型企业	3,000	
	投资于劳动力发展	1,000	
创造合格的就业岗位	在安全健康的工作场所, 支付通行的薪资, 有权组织或加入工会, 能与雇主集体谈判	100	100
合计		2,350	2,350

来源：美国白宫，中泰证券研究所

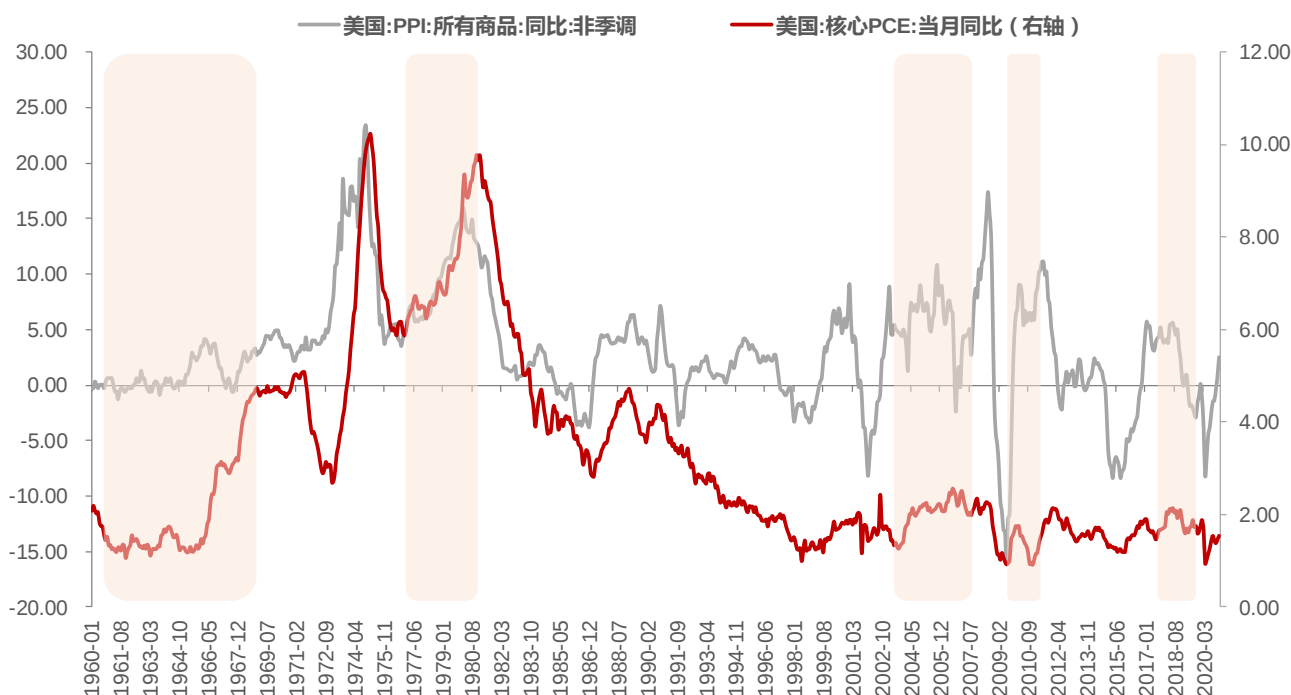
3.5 拜登基建计划对中国经济的影响可控

对于国内投资者最为关心的拜登基建计划对中国经济的影响，我们分别从量（经济动能）和价（输入性通胀）两个维度分析：

首先，就对我国经济动能影响而言，去年疫情以来，与此前经济周期主要依靠地产与基建投资驱动不同，本轮中国经济最核心动能是出口与制造业投资：与社融、PMI 等总量数据月环比波动较大相比，我国出口与企业中长期贷款等数据环比景气度始终强韧。考虑到中美经济结构本身的互补性，中美经贸关系至少在今年不会继续恶化下，我们认为，拜登基建计划对美国经济强复苏预期的促进，亦将增强我国经济核心动能——出口与制造业投资的韧性。特别是考虑到，全球疫情防控不对称性的背景下，至少在四季度东南亚等发展中国家经济体（与我国制造业呈现较强的替代作用）经济复苏前，我国经济核心动能不排除超预期的可能性

其次，就输入性通胀而言，正如过去百年“一党独大”时期那样，拜登基建计划无疑将推升全球大宗商品价格及 PPI，但对我国实体经济影响整体可控：除了 70 年代末外，美国 PPI 在 03-07 年及 09-11 年分别到达 10.8% 及 5.9%。但一方面，从历史看，PPI 超过 3% 的冲顶过程，最长半年左右，之后迅速向下。

图表 14：过去百年“一党独大”时期：美国核心通胀水平大部分时间仍在可控区间



来源：Wind，中泰证券研究所

另一方面，过去十年，中国因素在大宗商品定价话语权上显著提升，比如：中国已占全球铜需求的半壁江山。在我国“房主不炒”及经济短周

期趋于顶部下，亦将对上述商品的涨价形成一定抑制。因此，我国经济的输入性通胀的风险因素或主要集中在原油价格上（当前美国原油需求仍比中国多 40%以上）。但即便原油价格快速上涨，由于我国去年以来做好了充分应对：去年上半年油价大跌时，我国原油库存增加 4.4 亿桶，这是全球有史以来最迅速的增幅。我们认为，这种原油涨价对我国实体经济的影响，亦是相对可控。

三、投资建议

综上所述，拜登大基建计划在未来 2 年左右时间不断推进是美国过去百年“一党独大”时期不断推进财政货币化的历史规律与共和党内部撕裂及拜登支持率提升下美国政治变化所共同驱动，其落地前景具有一定的必然性。与此同时，“调和程序”额度的用完及民主党中间派议员的模糊态度，使得拜登大基建计划今年内落地过程将困难重重，年内或更多的以讲话、表态、等形式维持市场和舆论的热度，借以加大两党协调为主。

就其对经济的影响程度而言，我们测算，拜登 2 万亿美元基建将在未来 8 年，每年直接拉动美国 GDP 1.88% 左右。如果考虑到当前美国制造业较低的库存和高位的产能利用率，可能带来的中期制造业补库存和产能扩张的“乘数效应”以及对美国长期增长中两项关键“短板”——中低收入阶层消费能力和基建年久失修的改善，使得我们认为，其对美国经济和美股整体盈利的改善将远远大于附带加税计划的拖累作用。与此同时，考虑到我国与美国产业的互补性，拜登基建计划对于我国本轮经济的核心动能——出口与制造业投资亦将有促进作用。

就其对资本市场影响而言，由于拜登基建计划落地前景的确定性，意味着市场对美国经济复苏预期将持续维持在高位，而落地过程的复杂性，意味着美债供给年内增速相对可控，美债收益率上行斜率后续预计将相对放缓。同时，由于美债收益率上行本质是经济复苏的反应，故历史上绝大多数时期，美债收益率与美股呈正相关关系，无需担心拜登基建刺激落地后，美债收益率上行对美股的风险，以道琼斯为代表的传统产业整体估值不贵且景气度向上或取代纳斯达克成为美股新的上涨动力。

由于美联储扩表后的资金可以通过财政计划直接进入实体，经济复苏预期会对美元形成一定支撑，参考过去百年“一党独大”时期资产价格表现，美元整体温和小幅升值，故无需担心美元过快升值或过快贬值的风险。

与此同时，我国贸易项与资本项的“双盈余”，以及当前仍处历史高位的中美利差，意味着“美元回流”对我国市场影响更加有限。

就我国资本市场而言，由于拜登基建计划并不会造成市场担心的美元、美债和全球资本市场的系统性风险，反而在一定程度上，对于我国本轮经济的核心动能——出口与制造业投资有所助益。且去年以来，我国通过增加原油战略储备等形式，对市场担忧的输入性通胀等亦做了提前防范。故至少在今年，拜登基建计划等海外因素对我国资本市场影响较为有限，国内投资者更应将重心放在我国经济核心动能等内生因素上。因此，当

前位置我们仍坚定看好 A 股整体，特别是在二季度的投资机会。

就结构而言，拜登基建计划下美债收益率上行或对国内市场部分估值高位的外资和机构“抱团股”产生一定冲击，而 DCF 估值体系向 PE-EPS 估值体系的变迁，使得景气度向上的低估值蓝筹或错杀的科技股或迎来机会。但这种风格上的变化更多的还是行业间自身“估值-盈利性价比”变化后的自然结果，无论是美债收益率上行亦或是拜登基建计划仅仅只是这一自然过程的“导火线”。

风险提示:

国内经济超预期下行，全球黑天鹅事件突发风险。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。